



2022年山西美锦能源股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年山西美锦能源股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 美锦转债 | AA- | AA- |

评级观点

- 该评级结果是考虑到：山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”或“公司”，股票代码“000723.SZ”）焦炭产能位于全国前列，2022年子公司山西美锦华盛化工新材料有限公司（以下简称“华盛化工”）主力产能释放，随着焦炭销售均价的上升，公司营业收入扩大，尽管受原材料价格上涨影响，盈利能力有所下降，但是净利润仍维持在较大规模。同时中证鹏元也关注到，公司控股股东股权质押比例很高，可能面临控制权变更风险，需关注相关债权收购事宜进展，公司焦化业务关联交易规模较大，面临一定的安全生产风险及环保压力，在建项目资金支出压力大且未来收益尚待观察，以及公司债务压力有所加大，且存在一定或有负债风险等风险因素。

评级日期

2023年6月19日

联系方式

项目负责人：马琳丽
 mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径 | 2023.3 | 2022 | 2021 | 2020 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 373.76 | 365.65 | 294.05 | 253.13 |
| 归母所有者权益 | 149.25 | 144.63 | 124.24 | 100.08 |
| 总债务 | - | 115.21 | 59.56 | 75.16 |
| 营业收入 | 53.38 | 246.00 | 212.88 | 128.46 |
| 净利润 | 4.14 | 22.29 | 31.25 | 8.60 |
| 经营活动现金流净额 | -0.59 | 31.95 | 49.11 | 12.19 |
| 净债务/EBITDA | - | 1.02 | 0.80 | 1.78 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 13.41 | 18.30 | 9.41 |
| 总债务/总资本 | - | 41.06% | 29.43% | 40.04% |
| FFO/净债务 | - | 46.75% | 88.00% | 32.77% |
| EBITDA 利润率 | - | 20.10% | 27.96% | 20.56% |
| 总资产回报率 | - | 10.20% | 15.84% | 6.26% |
| 速动比率 | 0.64 | 0.70 | 0.41 | 0.56 |
| 现金短期债务比 | - | 1.07 | 0.39 | 0.51 |
| 销售毛利率 | 20.09% | 20.99% | 30.25% | 21.32% |
| 资产负债率 | 54.43% | 54.76% | 51.42% | 55.53% |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司焦炭产能位于全国前列，2022年子公司华盛化工主力产能释放。**公司是国内主要的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源，公司焦炭业务完成产能置换后，焦炭年产能可为715万吨，2022年华盛化工逐步实现满负荷运行，产能利用率已达到96.88%，山西美锦煤化工有限公司（全文简称“美锦煤化工”）升级改造完成后，公司焦炭产量有望进一步提升。
- **公司2022年收入持续增长，利润虽有所下降，但仍较为可观。**2022年焦炭价格继续高位震荡，尽管公司产销量有所下降，但公司营业收入同比增长15.56%，仍然保持较大增幅；2022年公司实现净利润22.29亿元，同比有所下降，但规模仍较为可观。

关注

- **公司控股股东股权质押比例很高，可能面临控制权变更风险，需关注相关债权收购事宜进展。**截至2023年3月末，公司控股股东美锦能源集团有限公司（以下简称“美锦集团”）持有公司38.33%的股份，随着控股股东减持，较去年同期下降7.5个百分点，已质押股份占控股股东合计所持股份的99.42%，占公司总股本的38.11%，质押比例仍很高；此外，美锦集团与长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞”）开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，美锦集团、长城国瑞及相关资金方正与其他第三方就债权收购事项进行协商。
- **公司焦化业务关联交易规模较大，面临一定的安全生产风险和环保压力。**根据公司2022年度报告，公司涉及的关联交易主要包括购销商品的关联交易合计13.89亿元。此外，公司煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、自燃发火、煤尘等灾害，近年环保政策趋严格，公司煤炭及炼焦业务面临一定的安全生产风险和环保压力，2022年4月以来公司子公司美锦煤化工180万吨/年产能的焦炉关停并进行升级改造。
- **公司在建项目面临的资金支出压力大，且未来收益尚待观察。**近年来公司在氢能领域和焦化业务板块投入均很大，在建项目数量多，主要在建项目尚需投资规模为82.36亿元；氢能行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险。
- **公司债务压力有所加大，且存在一定或有负债风险。**2022年公司总债务规模大幅上升，杠杆状况指标整体弱化，且考虑到公司现金生成能力及经营活动现金流均同步下降，公司整体债务压力有所加大；截至2022年末，公司涉及多笔金额较大的诉讼案件，如判决结果对公司不利，将面临现金偿付风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司焦炭产能规模较大且煤炭资源储量丰富，预计业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 山西焦化 (600740.SH) | 开滦股份 (600997.SH) | 宝泰隆 (601011.SH) | 美锦能源 (000723.SZ) |
|----------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| 总资产 | 234.57 | 290.54 | 133.93 | 365.65 |
| 营业收入 | 120.75 | 260.04 | 37.73 | 246.00 |
| 净利润 | 25.73 | 15.39 | 1.24 | 22.29 |
| 销售毛利率 | -1.44% | 16.26% | 14.80% | 20.99% |
| 资产负债率 | 37.46% | 45.84% | 37.46% | 54.76% |
| 焦炭产能（万吨） | 354.6 | 660 | 158 | 715 |

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|--------|------------|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 9/9 |
| | 行业&运营风险状况 | 5/7 | | 杠杆状况 | 8/9 |
| | 行业风险状况 | 4/5 | | 盈利状况 | 非常强 |
| | 经营状况 | 5/7 | | 流动性状况 | 3/7 |
| 业务状况评估结果 | | 5/7 | 财务状况评估结果 | | 6/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| 个体信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持 | | | | | 0 |
| 主体信用等级 | | | | | AA- |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|--------|------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA-/稳定 | AA- | 2022-6-16 | 马琳丽、宋晨阳 | 工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) | 阅读全文 |
| AA-/稳定 | AA- | 2021-6-29 | 马琳丽、宋晨阳 | 工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|----------|----------|-----------|------------|
| 美锦转债 | 35.90 | 35.8965 | 2022-6-16 | 2028-04-20 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月20日发行6年期35.90亿元可转换公司债券，募集资金拟用于山西美锦华盛化工新材料有限公司化工新材料生产项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）项目和补充流动资金。2022年9月公司董事会审议通过了《关于变更部分募集资金用途的议案》，拟将募投项目“氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）”部分募集资金变更为投资“美锦氢能总部基地一期”和“滦州美锦新能源有限公司14,000Nm³/h焦炉煤气制氢项目”。截至2022年12月31日，“美锦转债”募集资金余额为50,106.78万元，其中135.62万元存放于募集资金专户。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。因公司实施股权激励和可转债转股，截至2023年3月末，公司总股本变更为4,326,449,597.00元，美锦集团为公司控股股东，持股比例为38.33%，较去年同期下降7.5个百分点，高反娥、姚俊良、姚俊杰、姚俊花、姚三俊、姚四俊、姚俊卿合计持有美锦集团100%的股权，为公司实际控制人。截至2023年3月末，公司控股股东美锦集团持有公司1,658,275,186股股份，累计质押股份合计1,648,636,074股，已质押股份占控股股东合计所持股份的99.42%，占公司总股本的38.11%，质押比例仍很高。此外，美锦集团与长城国瑞开展的股票质押式回购融资业务、股票收益权转让及回购业务已发生逾期，美锦集团、长城国瑞及相关资金方正与其他第三方就债权收购事项进行协商，如上述债权转让未能顺利进行，公司可能面临控制权变更风险。

表1 截至2023年3月末公司前五大股东持股情况（单位：股）

| 序号 | 股东 | 持股数量 | 持股比例 | 股份质押比例 |
|----|---|---------------|--------|--------|
| 1 | 美锦能源集团有限公司 | 1,658,275,186 | 38.33% | 99.42% |
| 2 | 天津东富芯能投资管理中心（有限合伙） | 220,000,000 | 5.09% | - |
| 3 | 信达证券—招商银行—证券行业支持民企发展系列之信达证券锦添1号分级集合资产管理计划 | 189,113,500 | 4.37% | - |
| 4 | 香港中央结算有限公司 | 71,457,564 | 1.65% | - |
| 5 | 西藏博恩资产管理有限公司—博恩康源一号私募证券投资基金 | 61,091,891 | 1.41% | - |

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年公司合并报表范围内通过非同一控制下企业合并形式新增7家子公司（详见表2），通过设立或投资形式新增19家子公司；通过注销减少子公司共3家，通过股权出售减少子公司共3家。

表2 通过非同一控制下企业合并取得的子公司

| 被购买方名称 | 股权取得时点 | 股权取得比例 | 股权取得方式 |
|--------------------|----------|---------|--------|
| 巴彦淖尔市睿普新商贸有限公司 | 2022/1/1 | 80.00% | 现金购买 |
| 内蒙古普新能源有限公司 | 2022/1/1 | 80.00% | 现金购买 |
| 单县美锦新能源有限公司 | 2022/4/1 | 100.00% | 现金购买 |
| 聊城美锦新能源有限公司 | 2022/4/1 | 100.00% | 现金购买 |
| 中卫美锦新能源有限公司 | 2022/4/1 | 100.00% | 现金购买 |
| 六枝特区佳顺焦化有限公司 | 2022/8/1 | 100.00% | 现金购买 |
| 小柿子（北京）汽车供应链管理有限公司 | 2022/9/1 | 100.00% | 现金购买 |

资料来源：公司 2022 年审计报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点

问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

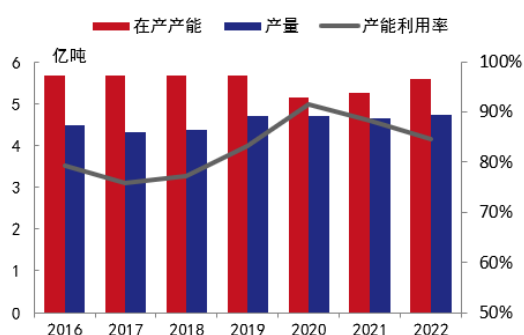
行业环境

2022年焦化行业产能继续净投放，焦炭供给以利润为导向，焦炭产量增幅不大，预计2023年重点省份仍有落后产能退出，供给端增长空间仍有限

《焦化行业“十四五”发展规划纲要》要求，“十四五”期间焦化生产企业需全部达到《焦化行业规范条件》要求，自2020年末4.3米焦炉集中淘汰之后，焦化行业落后产能去化节奏有所放缓，焦化新建产能开始逐步投产，在产产能也逐步上升。根据Mysteel统计，截至2022年12月末全国焦化在产产能为5.59万吨；截至2022年12月16日已淘汰焦化产能1,731万吨，新增4,073万吨，净新增2,342万吨；预计全年净新增2,404万吨。虽然在产产能净新增，但行业产能整体依然处于过剩状态，重点省份山西、内蒙等也相继出台文件，2023年落后产能将继续淘汰。以山西省为例，山西省《关于推动焦化行业高质量发展的意见》要求在2023年底前全面实现干法熄焦的目标，需在不到一年半的时间内将剩余38%的湿熄焦焦炉全面完成超低排放改造，并全面关停占比达32%的4.3米焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉，预计山西省2023年将迎来一波集中去产能。

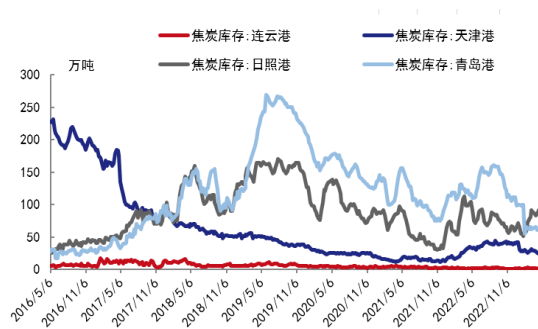
产量方面，据国家统计局公布数据显示，2022年全国焦炭产量4.73亿吨，同比增长1.3%。由于行业整体仍处于产能过剩状态，2022年行业利润分配不足，独立焦企开工积极性不高。全年来看，焦化行业供给主要以利润为导向，全年焦炭产量增幅不大。预计2023年行业成本端向下空间有限，焦炭供应受利润影响，向上增量受限。此外，受下游低库存策略影响，2022年焦炭库存量全年亦处于低位波动运行。

图 1 近年来新增焦炭产量增幅不大



资料来源：Wind、Mysteel，中证鹏元整理

图 2 主要港口焦炭库存量处于低位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年下游钢铁行业产量平控政策带来供给韧性，短期内钢材供需矛盾难见明显改善，预计钢价将偏弱运行

2022年产量平控政策下钢材产量展现韧性，钢材库存量达历史同期较高水平。2022年在钢企大规模

亏损下，全年粗钢产量仅同比下降1.92%，主要系部分钢企考虑到产量平控政策，为保2023年产量基数，不被压减产量指标，在下半年加大生产力度。虽然2023年1-2月钢企现延续较大亏损，黑色金属冶炼和压延加工业亏损101亿元，利润总额同比下滑151.1%，但在亏损面进一步扩大前，钢企减产幅度有限。故中证鹏元认为，产量平控政策倒逼钢企筑底，且当前原材料价格下行一定程度上有助于钢企修复利润，钢企大幅减产可能性较低。预期2023年基建将继续作为钢铁需求的主支撑，但效果相对有限，在地产修复前，现有钢需不足以支撑钢价反弹，后续仍需持续观察房地产市场复苏节奏对钢价的影响。2022年钢价整体保持偏弱运行，11月以后钢价整体呈震荡上行趋势，上涨动能主要来自于经济复苏的强预期。但从需求端、成本端及供给端表现来看，短期内钢材供需矛盾难见明显改善，预计短期内钢价将偏弱运行。

图 3 2022 年钢价整体保持偏弱运行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2022年焦炭价格呈现先扬后抑的趋势，预计2023年行业供需双弱，焦炭价格仍存在向下调整压力

2022年焦炭市场上半年先涨后跌，下半年呈震荡运行。2022年1月受到粗钢减压指标调整影响，钢厂增产复产，对焦炭需求增加，而焦化企业由于处于环保限产期开工率不足，之后受冬奥会期间限产、焦炭发运受阻影响整体供应偏紧，叠加焦炭需求旺盛，焦炭市场出现连续上涨，天津港一级冶金焦价格由年初2,810元/吨，涨至4,100元/吨，涨幅46.26%。5-8月终端市场预期迟迟没有兑现，终端需求负反馈影响原料市场，价格持续下跌。10月份之后，焦炭期货市场连续走低，港口价格下滑。11月份之后，钢厂利润使得对焦炭采购力度放缓，叠加高炉检修增多，焦炭需求下滑，价格累降300-330元/吨。截至2022年末，天津港一级冶金焦价格为3,010元/吨，较年内高点下降1,100元/吨。成本端来看，炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，一季度受钢厂复产补库需求提振，叠加国内外煤价倒挂，进口煤规模缩减，炼焦煤价格持续上涨至4月中旬的3,350元/吨，较年内低点涨幅超过36.7%，随后受房地产等因素影响，钢铁下游需求疲软、钢价下跌，炼焦煤价格不断回调，整体来看，全年价格高位波动，价格中枢持续上移。总体来看，焦化行业利润处于低位，预计2023年焦炭供给向上增幅空间不大，但需求端亦难以形成有效支撑，行业供需双弱，焦炭价格仍存在向下调整压力。

图 4 2022 年焦炭价格高位波动


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司拥有较为完整的“煤-焦-气-化”产业链，焦炭产能位于全国前列，2022年子公司华盛化工主力产能释放，但仍有较大规模产能处于升级改造中，使得公司产销量有所下降，且随着原材料焦煤价格的上涨，毛利率有所下滑，同时焦化业务仍面临一定的安全生产风险和环保压力；近年来公司加大氢能产业链进行布局，在建项目尚需投资规模大，且未来能否实现预期收益有待观察

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍主要从事煤炭、焦化、天然气等商品的生产销售。公司拥有储量丰富的煤炭和煤层气资源，具备“煤-焦-气-化”一体化的完整产业链。从收入构成看，焦化产品及副产品收入是公司收入的主要来源，2022年占主营业务收入的比重为97.27%。2022年焦炭价格继续高位震荡，公司营业收入继续保持增长。毛利润方面，焦化产品及副产品仍然是公司利润的主要来源。2022年焦化及副产品毛利率下滑导致公司销售毛利率水平下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | | | 2021 年 | | |
|-----------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 焦化及副产品 | 239.24 | 97.27% | 21.26% | 210.27 | 98.79% | 30.47% |
| 其他 | 6.72 | 2.73% | 11.63% | 2.57 | 1.21% | 12.41% |
| 合计 | 245.96 | 100.00% | 21.00% | 212.84 | 100.00% | 30.25% |

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

（一）焦化板块

➤ 产能及生产情况

公司焦炭业务主要由位于山西的子公司华盛化工、山西美锦煤化工有限公司（全文简称“美锦煤化

工”）及位于唐山的唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司（以下简称“唐钢美锦”）承担；煤炭生产业务由位于山西的子公司东于煤业、汾西太岳、锦富煤业和锦辉煤业承担，主要产品为贫瘦煤和瘦煤。截至2023年3月末，公司焦炭产能仍为715万吨，包括华盛化工385万吨、美锦煤化工180万吨以及唐钢美锦150万吨。其中2022年4月美锦煤化工焦炉关停并进行升级改造，截至2023年3月末尚未投产。

表4 截至2023年3月末公司拥有焦炉产能情况（单位：万吨/年）

| 运营主体 | 装置及数量 | 产能 | 生产状态 |
|-----------|-------------|------------|----------|
| 华盛化工 | 7.65米干熄焦 | 385 | 正常 |
| 美锦煤化工 | 6.78米的干熄焦装置 | 180 | 升级改造 |
| 唐钢美锦 | 7米的干熄焦装置 | 150 | 正常 |
| 合计 | - | 715 | - |

注：美锦煤化工180万吨/年产能焦炉于2022年4月关停并进行升级改造。

资料来源：公司提供

2022年公司焦炭总产量为536.29万吨，产能利用率为75.01%，同比均有所下降。美锦煤化工由于2022年4月关停并进行升级改造，全年产量仅有40.92万吨；华盛化工逐步实现满负荷运行，2022年产能利用率已达到96.88%，产量同比大幅提升。

表5 公司焦炭生产情况（单位：万吨）

| 运营主体 | 2022 | | | 2021 | | |
|-----------|------------|---------------|---------------|------------|---------------|---------------|
| | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 美锦煤化工 | 180 | 40.92 | 22.73% | 180 | 162.56 | 90.31% |
| 唐钢美锦 | 150 | 122.37 | 81.58% | 150 | 131.09 | 87.39% |
| 华盛化工 | 385 | 373.00 | 96.88% | 385 | 268.35 | 69.70% |
| 合计 | 715 | 536.29 | 75.01% | 715 | 562.00 | 78.60% |

资料来源：公司提供

公司主要产品中的煤炭、焦炭及相关化工产品等受日益严格的环保法律和法规的监管。同时，近年来山西省人民政府办公厅先后印发了《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案的通知》、《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》等一系列产业环保等政策。虽然公司目前已建立较为完善的环境保护制度，投入建成完善的环保设施并正常运行达标排放，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司仍面临环保政策风险，且2022年公司收到多次环保处罚，因此面临环保压力。

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。但由于公司所属矿区地质构造复杂，煤层瓦斯含量高，个别矿井属煤与瓦斯突出矿井，矿井可采煤层具有煤尘爆炸性，且受到多次安检处罚，公司业务始终面临一定安全生产风险。

➤ 销售模式与客户情况

公司焦炭及相关化工产品的销售主要由公司销售部负责，产品主要销往河北、东北、山东、天津等地。公司与河钢集团有限公司等长期、稳定的大型钢厂签署的合同大部分为年度合同，只有较少部分短

期客户签署月度合同，化工产品主要销往周边企业。2022年，公司焦炭销量543.27万吨，受美锦煤化工停工并升级改造影响同比有所下降，但产销率为101.30%，仍然保持在较高水平。

定价方面，公司主要是根据市场变化，由供、需双方共同协商确定；销售业务人员根据实地考察、市场行情等实时了解市场情况，通过市场分析报告以及近期销售具体情况制定销售指导价格。2022年由于焦炭行情仍处于高位震荡，公司焦炭销售均价同比上升，拉动公司焦化及副产品收入增长。

表6 公司焦炭业务产销情况

| 指标 | 2022年 | 2021年 |
|-----------|----------|----------|
| 销售量（万吨） | 543.27 | 575.12 |
| 销售均价（元/吨） | 2,979.84 | 2,752.75 |
| 产销率（%） | 101.30 | 102.33 |

资料来源：公司提供

运输方面，公司销售产品的运输主要由公司负责，主要的运输方式是铁路运输，少部分产品由客户自提。公司拥有数百辆C70c型焦炭专用敞车，可用于焦炭的铁路运输，为公司销售服务质量提供较好保障，有利于公司销售费用控制和客户综合采购成本降低。销售区域来看，2022年华北地区是公司焦炭业务产品销售最主要的区域，销量占比为83.40%。

表7 公司焦化产品及副产品分区域销售情况（单位：亿元）

| 区域 | 2022年 | | 2021年 | |
|------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 华北地区 | 199.52 | 83.40% | 188.39 | 89.59% |
| 东北地区 | 2.99 | 1.25% | 3.86 | 1.84% |
| 华东地区 | 23.70 | 9.90% | 13.99 | 6.65% |
| 华南地区 | 0.98 | 0.41% | 1.31 | 0.62% |
| 华中地区 | 9.66 | 4.04% | 0.48 | 0.23% |
| 西北地区 | 2.38 | 1.00% | 2.24 | 1.07% |

资料来源：公司2021-2022年度报告

销售集中度方面，公司焦炭销售前五大客户包括河钢集团有限公司及其关联方和天津中诚能源科技有限公司等。2022年，公司前五大客户集中度为39.51%，近年来水平持续下降。根据公司审计报告及2022年度报告，公司涉及的关联交易主要包括与日常经营相关的关联交易合计13.89亿元，关联交易规模较大。

表8 公司前五大销售情况（单位：万元）

| 年份 | 序号 | 客户名称 | 销售金额 | 占比 |
|-------|----|----------------|------------|--------|
| 2022年 | 1 | 河钢集团及其关联方 | 514,672.11 | 20.92% |
| | 2 | 天津中诚能源科技有限公司 | 264,471.33 | 10.75% |
| | 3 | 河北华西特种钢铁有限公司 | 68,233.88 | 2.77% |
| | 4 | 天津恒华远大国际贸易有限公司 | 65,058.97 | 2.64% |

| | | | | |
|-----------|-----------|---------------------|-------------------|---------------|
| 2021年 | 5 | 天津润达实业有限公司 | 59,541.74 | 2.42% |
| | 合计 | | 971,978.02 | 39.51% |
| | 1 | 河钢集团有限公司及其关联方 | 659,461.61 | 30.98% |
| | 2 | 天津中诚能源科技有限公司 | 169,068.20 | 7.94% |
| | 3 | 山西美锦钢铁有限公司及其关联方 | 160,167.22 | 7.52% |
| | 4 | 天津恒华远大国际贸易有限公司及其关联方 | 73,390.24 | 3.45% |
| | 5 | 山西瑞进程诚工贸有限公司 | 52,460.50 | 2.46% |
| 合计 | | 1,114,547.77 | 52.36% | |

资料来源：公司提供

➤ 采购与成本情况

公司主营业务成本主要包括原材料、人工、燃动力和制造费用，其中主要以原材料为主，2022年占比超过80%。其中公司焦炭生产的主要原材料包括主焦精煤、低硫瘦煤、中硫瘦煤等。由于炼焦煤价格高位波动，公司2022年原料成本大幅上升，焦炭平均单位成本上升至2,502.85元/吨，较上年大幅上涨。受此影响，公司焦化及副产品毛利率由30.47%下滑至21.26%

表9 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年 | | 2021年 | |
|-----------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占总成本比例 | 金额 | 占总成本比例 |
| 直接材料 | 1,612,366.87 | 82.98% | 1,221,244.66 | 82.27% |
| 直接人工 | 55,109.54 | 2.84% | 58,628.53 | 3.95% |
| 制造费用 | 240,262.41 | 12.36% | 162,662.84 | 10.96% |
| 运费 | 35,370.45 | 1.82% | 41,896.66 | 2.82% |
| 合计 | 1,943,109.28 | 100.00% | 1,484,432.68 | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司拥有四大原煤生产基地（东于煤业、汾西太岳、锦富煤业、锦辉煤业），为公司原材料供应提供了重要的支持。截至2022年末，公司各原煤生产基地累计探明资源储量合计70,130.31万吨，剩余可采储量63,344.54万吨。截至2022年末，公司原煤产能为630.00万吨/年，2022年产量为469.30万吨，同比下降20.83%，主要系部分煤矿井下采煤工作面遇复杂地质构造致推采困难。

表10 公司拥有煤矿情况（单位：万吨）

| 矿区名称 | 所在位置 | 持股比例 | 煤种 | 累计探明资源储量 | 保有资源储量 |
|-----------|----------------|--------|------------|------------------|------------------|
| 汾西太岳 | 沁源县灵空山镇畅村 | 76.96% | 焦煤、瘦煤、贫瘦煤 | 11,524.29 | 9,896.04 |
| 东于煤业 | 太原市清徐县西北 | 100% | 瘦煤、贫瘦煤、无烟煤 | 22,159.85 | 20,243.39 |
| 锦富煤业 | 清徐县东于镇六段地村 | 100% | 瘦煤、贫瘦煤、无烟煤 | 21,003.57 | 20,403.91 |
| 锦辉煤业 | 吕梁市交城县岭底乡圪垛村村北 | 100% | 无烟煤 | 15,442.60 | 12,801.20 |
| 合计 | - | - | - | 70,130.31 | 63,344.54 |

资料来源：公司提供

表11 公司原煤生产情况（单位：万吨）

| 年份 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
|-------|--------|--------|--------|
| 2022年 | 630.00 | 469.30 | 74.49% |
| 2021年 | 630.00 | 592.80 | 94.10% |

资料来源：公司提供

公司外采的精煤主要包括主焦精煤及贫瘦精煤（含瘦精煤）等。原材料的采购为集中采购模式。由于公司所在地区煤炭资源丰富，公司在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。结算支付方面，公司主要结算方式为先货后款方式，但由于近年原料煤价格有所上升，为保障煤炭及时供货、提前锁定采购交易价格，公司通常与长期合作的、信用好的原料煤供应商签订采购协议，提前预付部分采购款项；主要支付方式为电子承兑汇票。2022年公司对前五名供应商的合计采购额占原材料采购总额的42.54%，公司采购集中度占比较高，供应商整体比较稳定。

（二）氢能板块

公司其他业务主要为氢能业务，公司主营业务炼焦过程中释放的焦炉煤气中含有大量副产氢气，为提升产品附加值，以及公司产业转型需要，近年来公司重点发展氢能产业，在产业链上下游广泛投资布局。2022年公司全面启动“五个一”战略：“一点（整车制造）、一线（燃料电池上下游产业链）、一网（综合能源供应网络）、一平台（碳资产、大数据管理运营平台）、一中心（氢能运营平台）”。截至2022年末，公司已建成并投入运营的加氢站合计17座；

公司已进行较为完整的氢能产业链布局，上游搭建氢气“制-储-运-加-用”产业链；中游搭建从碳纸-膜电极-燃料电池电堆及系统-整车制造的核心装备产业链；下游正全力推进七大区域发展战略，即粤港澳大湾区、长三角、京津冀、环渤海、能源金三角、中部地区、云贵川。公司氢能业务的主要产品为氢燃料电池商用车，公司拥有两个整车生产企业，佛山市飞驰汽车科技有限公司（以下简称“飞驰科技”）和青岛美锦新能源汽车制造有限公司（以下简称“青岛美锦”），两个企业拥有各自独立的商用车整车生产资质，合计年产能力为10,000台。2022年飞驰科技和青岛美锦两个整车厂合计生产销售商用车741台，其中氢燃料电池汽车637台。

2022年公司在氢能领域投入仍较大，在山西晋中、北京大兴、滦州相继建设氢能产业园及配套项目，包括新能源商用车整车生产项目（青岛）、北京大兴氢能总部基地项目、滦州美锦14000Nm³/h焦炉煤气制氢项目等。公司在氢能领域在建项目较多，投资规模大，部分项目建设周期长，氢能源行业属于我国新兴行业，如若未来市场发展不及预期，可能会对公司氢能板块业务造成一定的投资风险。此外，受产能置换以及项目升级改造需求，近年来公司焦化产业投资规模较大，主要在建项目包括贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目和煤化工焦化升级改造项目等。整体来看，公司在建项目数量多，尚需投资规模大，虽然部分项目有政府产业基金扶持，但面临的资金支出压力大。

表12 截至2022年末公司重大在建项目情况（单位：亿元）

| 业务 | 项目名称 | 建设总投资 | 已投资 | 尚需投资 | 预计完工时间 |
|------|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| 氢能业务 | 青岛美锦氢燃料电池商用车零部件生产项目 | 24.19 | 4.59 | 19.60 | 2023年 |
| | 滦州美锦 14000Nm ³ /h 焦炉煤气制氢项目 | 5.08 | 0.01 | 5.07 | 2024年 |
| | 北京大兴氢能总部基地项目 | 4.10 | 0.01 | 4.09 | 2024年 |
| | 氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段） | 13.04 | 2.60 | 10.44 | 2023年 |
| | 合计 | 46.41 | 7.21 | 39.20 | - |
| 焦化业务 | 煤化工焦化升级改造项目 | 18.70 | 13.69 | 5.01 | 2023年5月 |
| | 贵州美锦六枝煤焦氢综合利用示范项目 | 38.79 | 0.64 | 38.15 | 2023年12月 |
| | 合计 | 57.49 | 14.33 | 43.16 | - |

注：上年度拟建项目氢能产业核心装备项目（青岛）、科创孵化中心项目（青岛）目前均暂无建设计划；煤化工焦化升级改造项目总投资额有所调整；青岛美锦氢燃料电池商用车零部件生产项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目（一期一阶段）项目总投资统计口径有所调整。

资料来源：公司提供、2022年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

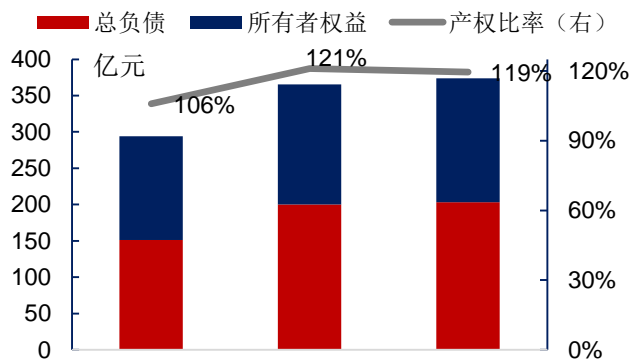
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及公司2023年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2022年合并报表范围变化情况如下：2022年公司合并报表范围内新增子公司共26家；减少子公司共6家。截至2022年末，公司合并报表范围内一级子公司共45家（见附录四）。

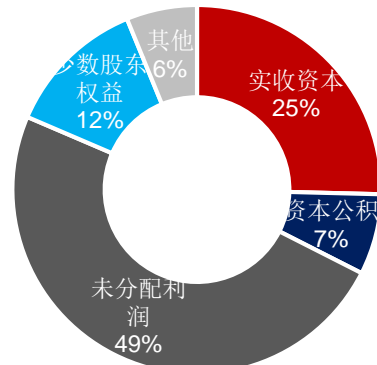
资本实力与资产质量

2022年公司资本实力增强，但债务融资增速较快，产权比率上升；公司为重资产企业，固定资产等非流动资产占比较大，受限资产规模较大，资产流动性较弱

随着公司利润的累积，公司所有者权益持续增长，截至2023年3月末为170.31亿元。2022年随着可转债的发行，公司债务规模大幅上升，截至2023年3月末，公司产权比率波动上升至119%。整体来看，公司资本实力有所上升，但债务融资增速较快，权益对负债的保障程度较弱。截至2023年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本和少数股东权益构成。

图 5 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为重资产企业，固定资产、在建工程等非流动资产占比较大。截至2022年末，公司固定资产占总资产的比重为42.27%，主要为生产管理用的房屋建筑物、管道沟槽、机器设备和电子设备。截至2022年末，公司未办妥产权证书的固定资产账面价值4.96亿元，为办公楼、宿舍楼等房屋建筑物。2022年末公司在建工程规模上升，主要的在建工程为美锦煤化工焦化升级改造项目、氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车零部件生产项目、美锦华盛人才公寓项目和青岛投资氢燃料电池商用车零部件生产项目等，总投资规模较大，尚需投入资金规模较大。2022年末公司无形资产金额为占总资产的比重为11.21%，主要为土地使用权、采矿权、专利技术和特许使用权。

公司货币资金包括库存现金、银行存款以及其他货币资金，截至2022年末其他货币资金占比较高，主要为银行承兑保证金和信用证保证金。公司应收账款主要为应收货款，截至2022年末前五大客户主要包括河钢集团有限公司及其关联方和应收补贴资金。公司存货主要包括原材料、库存商品、委托加工物资和在产品，近年来规模变动不大。截至2022年末，公司交易性金融资产主要为结构性存款和理财产品。

公司资产中受限部分主要包括货币资金、固定资产、无形资产和其他应收款，合计52.24亿元，占总资产的比重为14.29%，规模较大。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 45.04 | 12.05% | 48.19 | 13.18% | 14.91 | 5.07% |
| 应收账款 | 13.77 | 3.68% | 14.68 | 4.02% | 14.29 | 4.86% |
| 存货 | 13.94 | 3.73% | 13.24 | 3.62% | 13.80 | 4.69% |
| 交易性金融资产 | 13.69 | 3.66% | 20.86 | 5.71% | 0.00 | 0.00% |
| 流动资产合计 | 104.84 | 28.05% | 113.87 | 31.14% | 65.37 | 22.23% |
| 固定资产 | 152.57 | 40.82% | 154.55 | 42.27% | 156.25 | 53.14% |
| 在建工程 | 43.45 | 11.62% | 32.37 | 8.85% | 16.00 | 5.44% |
| 无形资产 | 47.60 | 12.74% | 40.99 | 11.21% | 39.06 | 13.28% |

| | | | | | | |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 非流动资产合计 | 268.92 | 71.95% | 251.77 | 68.86% | 228.68 | 77.77% |
| 资产总计 | 373.76 | 100.00% | 365.65 | 100.00% | 294.05 | 100.00% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

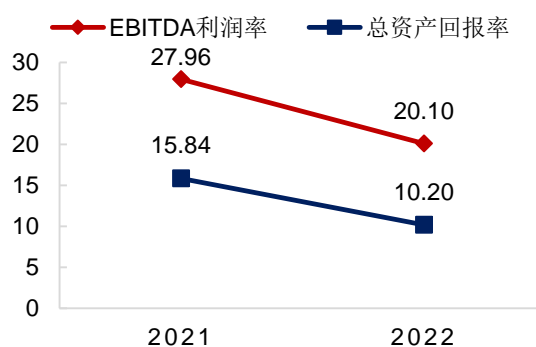
盈利能力

2022年公司焦化业务收入持续增长，利润仍较为可观，但受原材料价格上涨影响，公司盈利能力水平回落

公司收入主要来源于焦化产品及副产品，2022年占主营业务收入的比重为97.27%。2022年焦炭价格继续高位震荡，尽管公司产销量有所下降，但营业收入继续保持增长。毛利率方面，公司焦化产品及副产品贡献了主要的毛利润，但由于2022年原材料价格持续上涨导致业务毛利率下滑，2022年公司销售毛利率同比下降9.25个百分点至21.00%。

非经营损益方面，2022年公司资产减值损失为2.45亿元，对公司利润形成一定侵蚀。2022年公司实现净利润22.29亿元，同比有所下降，但规模仍较为可观。受2022年炼焦煤价格持续上涨影响，公司焦炭业务成本大幅上升，2022年公司EBITDA利润率为20.10%，同比下降7.86个百分点；公司总资产回报率为10.20%，同比下降5.64个百分点，公司盈利能力指标表现均有所下滑。2023年1-3月，公司实现营业收入53.38亿元，同比下降13.65%，实现归属于上市公司股东的净利润4.02亿元，受焦炭价格回落影响，盈利水平较去年同期明显回落。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年公司总债务规模大幅上升，杠杆状况指标整体弱化，债务压力有所加大；公司现金生成能力及经营活动现金流均减弱，且在建项目尚需投入资金较大，面临较大的资金支出压力

公司总债务主要为短期借款、应付票据、一年内到期的长期债务、长期借款、应付债券和长期应付账款中的售后回租款。2022年末公司短期借款主要为保证借款、保证+质押借款，规模不大。公司应付票据为尚未结算的银行承兑汇票和商业承兑汇票。截至2022年末，公司长期借款主要为保证+抵押+质押、

保证借款等；应付债券为本期可转债；长期应付款主要为售后回租款。2022年末，公司总债务规模为115.21亿元，规模同比大幅增长，主要系本期可转债发行规模较大，且公司应付票据规模增长。从结构来看，一年内到期的债务占比为57.61%，债务结构有待优化。

经营性负债方面，公司应付账款规模较大，主要为应付的工程款、货款和装卸费及其他。公司其他应付款近年来规模变动不大，主要由往来款和限制性股票回购义务构成。

表14公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年3月 | | 2022年 | | 2021年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 6.41 | 3.15% | 5.00 | 2.50% | 3.69 | 2.44% |
| 应付账款 | 50.43 | 24.78% | 46.88 | 23.41% | 44.04 | 29.13% |
| 应付票据 | 41.98 | 20.63% | 44.78 | 22.36% | 26.85 | 17.76% |
| 其他应付款 | 11.77 | 5.78% | 11.59 | 5.79% | 9.62 | 6.36% |
| 一年内到期的非流动负债 | 10.81 | 5.31% | 10.82 | 5.40% | 11.70 | 7.74% |
| 流动负债合计 | 141.52 | 69.56% | 143.14 | 71.49% | 126.49 | 83.66% |
| 长期借款 | 6.26 | 3.08% | 6.17 | 3.08% | 13.58 | 8.98% |
| 应付债券 | 31.67 | 15.57% | 31.33 | 15.65% | 0.00 | 0.00% |
| 长期应付款（合计） | 14.48 | 7.12% | 11.20 | 5.59% | 2.26 | 1.50% |
| 非流动负债合计 | 61.93 | 30.44% | 57.09 | 28.51% | 24.71 | 16.34% |
| 负债合计 | 203.46 | 100.00% | 200.23 | 100.00% | 151.20 | 100.00% |
| 总债务合计 | - | - | 115.21 | 57.54% | 59.56 | 39.39% |
| 其中：短期债务 | - | - | 66.37 | 33.15% | 43.78 | 28.95% |
| 长期债务 | - | - | 48.84 | 24.39% | 15.79 | 10.44% |

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司FFO大幅下降，现金生成能力减弱。2022年公司经营活动现金流持续净流入，但净流入规模亦下降。2023年1-3月公司经营活动现金流呈净流出。投资活动方面，2022年公司在建项目等投资支出继续增长，投资活动现金流净流出规模扩大，考虑到公司在建项目尚需投入资金较大，面临较大的资金支出压力。此外，2022年公司包含本期可转债在内的债务融资力度加大，筹资活动产生的现金呈现较大规模的净流入。

从杠杆比率指标来看，截至2023年3月末，公司资产负债率为54.43%，较2021年末有所上升。由于公司现金流大幅下降，2022年公司FFO/净债务、经营活动现金流/净债务和自由活动现金流/净债务表现均有所弱化。截至2022年末，总债务/总资本为41.06%，总资本对总债务的覆盖程度仍较好，但同比亦有所上升。整体来看，公司杠杆状况指标均有所弱化。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 |
|-------------|---------|-------|-------|
| 经营活动现金流(亿元) | -0.59 | 31.95 | 49.11 |

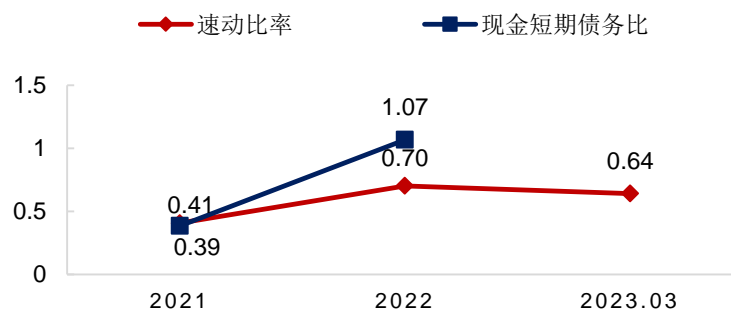
| | | | |
|---------------|---------|--------|---------|
| FFO(亿元) | - | 23.59 | 41.67 |
| 资产负债率 | 54.43% | 54.76% | 51.42% |
| 净债务/EBITDA | - | 1.02 | 0.80 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 13.41 | 18.30 |
| 总债务/总资本 | - | 41.06% | 29.43% |
| FFO/净债务 | - | 46.75% | 88.00% |
| 经营活动现金流/净债务 | -1.49% | 63.33% | 103.70% |
| 自由活动现金流/净债务 | -35.19% | 10.45% | 60.28% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，截至2022年末，随着公司长期债务比重上升，公司速动比率和现金短期债务比均大幅提升。

备用流动性方面，截至2022年末公司尚可使用的银行授信额度有限，但公司作为上市公司融资渠道相对较为畅通。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形；公司存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、因废水排放而受到政府部门处罚情形，但处罚金额不大，对公司生产经营无重大影响。

社会因素

根据公司《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形；存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，但均不属于重大无法违规行为，存在 3 起安全生产事故，无严重事故，上述事项对公司生产经营无重大影响。

公司治理

根据《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

跟踪期内，公司针对员工开展了股权激励计划，2022 年 9 月公司共计授予 457 人限制性股票 5,615.95 万股，授予价格为 6.76 元/股。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年6月1日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计0.49亿元，占净资产的比重不大，被担保方均为公司参股公司，且已提供反担保措施。

表 16 截至 2022 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保期限 | 是否有反担保 |
|------------------|-----------------|------|--------|
| 佛山市高明区氢裕公交客运有限公司 | 2,394.00 | 5 年 | 是 |
| 美锦国鸿（浙江）氢能科技有限公司 | 2,463.00 | 5 年 | 是 |
| 合计 | 4,857.00 | - | - |

资料来源：公司提供

山西省晋中市中级人民法院于2018年6月29日作出《民事判决书》（（2018）晋07民终1234号）维持一审判决，即山西美锦煤焦化有限公司支付原告晋中晋煤煤炭销售有限公司煤炭款22,189,530元，并承担利息损失（按年息6%计算，从2016年6月30日起按合同款445,190.07元计算利息付至欠款还清之日）。2019年5月17日，山西省高级人民法院作出（2018）晋民申3322号《民事裁定书》，裁定：1、本案由本院提审；2、再审期间，中止原判决的执行。2021年1月8日收到高院（2020）晋民再68号《民事裁定书》，本案发回重审。2022年4月28日，灵石县人民法院作出（2021）晋0729民初168号《民事判决书》，判决：驳回原告晋中晋煤煤炭销售有限公司要求被告华盛化工（原被告被该公司吸收合并）返还

煤款及承担利息之诉讼请求。2022年5月，晋中晋煤煤炭销售有限公司不服判决提起上诉。2022年12月8日开庭审理，暂未判决。由于本案为重组标的公司在重组交割前的诉讼事项，美锦集团出具承诺，如公司由于该诉讼案件发生的所有费用及损失由美锦集团承担。

亚联（香港）国际投资有限公司于2020年9月向河北省石家庄市中级人民法院提起诉讼，要求第三人唐钢美锦返还唐山德盛煤化工有限公司150万吨/年的焦炭指标，或按市场价赔偿唐山德盛煤化工有限公司损失45,000万元，及赔偿唐山德盛煤化工有限公司固定资产折旧费损失23,747.64万元，被告河钢股份有限公司、唐山钢铁集团有限责任公司、山西美锦煤焦化有限公司对返还焦炭指标或赔偿价款承担连带责任。2021年9月河北省石家庄市中级人民法院（（2020）冀01民初457号）对该案作出了裁定，驳回了原告亚联公司的起诉。亚联公司不服上述裁定提起上诉，2021年12月河北省高级人民法院对该案作出民事裁定（（2021）冀民终892号），裁定结果：撤销河北省石家庄市中级人民法院（2020）冀01民初457号民事裁定，指令河北省石家庄市中级人民法院审理本案，本裁定为终审裁定。目前案件由石家庄中级人民法院审理中，尚未有生效判决。

整体来看，面临一定的或有负债风险

八、结论

公司是国内主要的独立商品焦和炼焦煤生产商之一，拥有储量丰富的煤炭资源，公司焦炭业务完成产能置换后年产能达715万吨，2022年华盛化工逐步实现满负荷运行，且美锦煤化工升级改造完成后，公司焦炭产量有望进一步提升。同时中证鹏元也关注到，截至2023年3月末，公司控股股东美锦集团已质押股份占其所持股份的比重为99.42%，质押比例仍很高；公司焦化业务关联交易规模较大，面临一定的安全生产风险和环保压力；在建项目资金支出压力大，且未来收益尚待观察；公司债务压力有所加大，且存在一定或有负债风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“美锦转债”的信用等级为AA-。

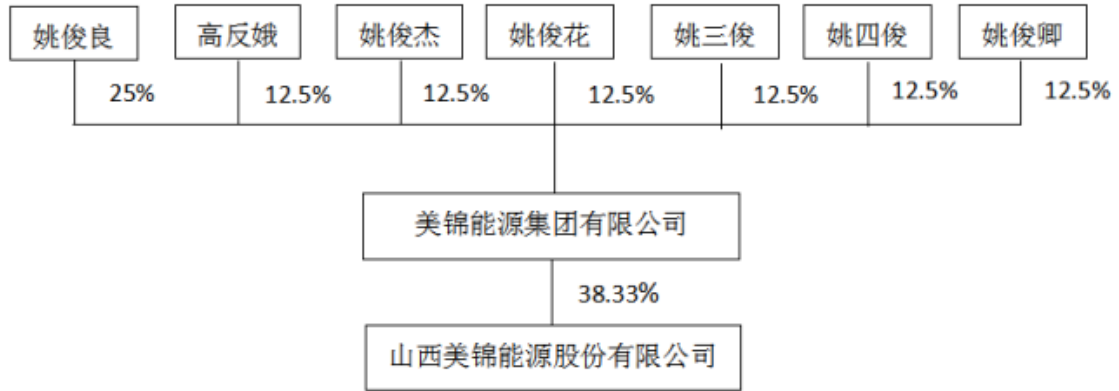
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 45.04 | 48.19 | 14.91 | 27.70 |
| 应收账款 | 13.77 | 14.68 | 14.29 | 25.31 |
| 存货 | 13.94 | 13.24 | 13.80 | 7.94 |
| 流动资产合计 | 104.84 | 113.87 | 65.37 | 75.02 |
| 固定资产 | 152.57 | 154.55 | 156.25 | 92.13 |
| 在建工程 | 43.45 | 32.37 | 16.00 | 45.69 |
| 无形资产 | 47.60 | 40.99 | 39.06 | 26.77 |
| 非流动资产合计 | 268.92 | 251.77 | 228.68 | 178.11 |
| 资产总计 | 373.76 | 365.65 | 294.05 | 253.13 |
| 短期借款 | 6.41 | 5.00 | 3.69 | 6.55 |
| 应付账款 | 50.43 | 46.88 | 44.04 | 36.72 |
| 应付票据 | 41.98 | 44.78 | 26.85 | 30.25 |
| 一年内到期的非流动负债 | 10.81 | 10.82 | 11.70 | 22.45 |
| 流动负债合计 | 141.52 | 143.14 | 126.49 | 120.65 |
| 长期借款 | 6.26 | 6.17 | 13.58 | 10.71 |
| 应付债券 | 31.67 | 31.33 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 14.48 | 11.20 | 2.26 | 2.97 |
| 非流动负债合计 | 61.93 | 57.09 | 24.71 | 19.91 |
| 负债合计 | 203.46 | 200.23 | 151.20 | 140.56 |
| 总债务 | - | 115.21 | 59.56 | 75.16 |
| 所有者权益 | 170.31 | 165.41 | 142.85 | 112.57 |
| 营业收入 | 53.38 | 246.00 | 212.88 | 128.46 |
| 营业利润 | 5.86 | 29.37 | 41.21 | 11.77 |
| 净利润 | 4.14 | 22.29 | 31.25 | 8.60 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.59 | 31.95 | 49.11 | 12.19 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -6.59 | -51.97 | -28.67 | -27.81 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3.88 | 34.47 | -23.83 | 18.80 |
| 财务指标 | 2023年3月 | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
| EBITDA (亿元) | - | 49.46 | 59.53 | 26.41 |
| FFO (亿元) | - | 23.59 | 41.67 | 15.38 |
| 净债务 (亿元) | - | 50.46 | 47.36 | 46.92 |
| 销售毛利率 | 20.09% | 20.99% | 30.25% | 21.32% |
| EBITDA 利润率 | - | 20.10% | 27.96% | 20.56% |
| 总资产回报率 | - | 10.20% | 15.84% | 6.26% |
| 资产负债率 | 54.43% | 54.76% | 51.42% | 55.53% |
| 净债务/EBITDA | - | 1.02 | 0.80 | 1.78 |

| | | | | |
|---------------|------|--------|--------|--------|
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 13.41 | 18.30 | 9.41 |
| 总债务/总资本 | - | 41.06% | 29.43% | 40.04% |
| FFO/净债务 | - | 46.75% | 88.00% | 32.77% |
| 速动比率 | 0.64 | 0.70 | 0.41 | 0.56 |
| 现金短期债务比 | - | 1.07 | 0.39 | 0.51 |

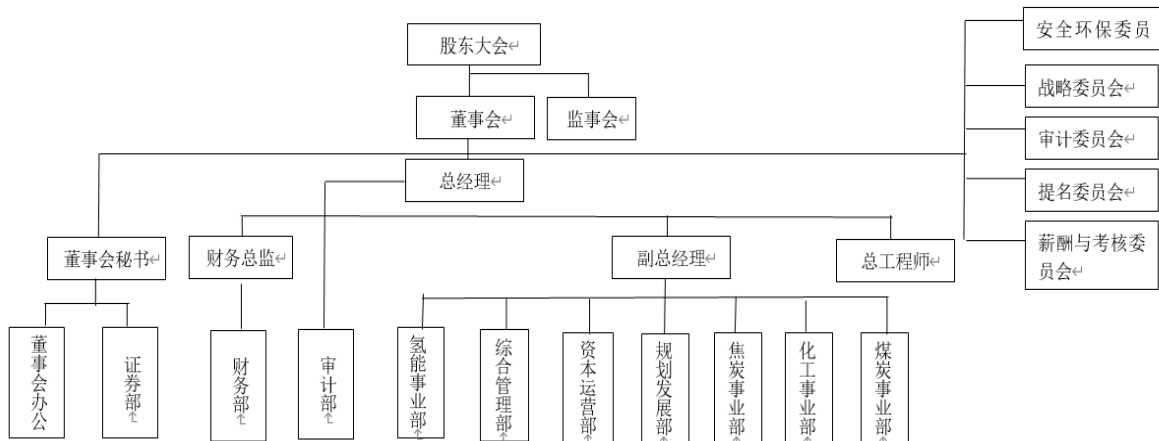
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 业务性质 |
|----------------------|---------|-------------|
| 山西美锦焦化有限公司 | 90.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 山西美锦华盛化工新材料有限公司 | 100.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 山西美锦煤化工有限公司 | 100.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司 | 55.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 内蒙古美锦新能源有限公司 | 100.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 贵州美锦华宇新能源有限公司 | 100.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 六枝特区佳顺焦化有限公司 | 100.00% | 焦炭及化工产品生产销售 |
| 山西润锦化工有限公司 | 90.00% | 化工产品生产销售 |
| 山西云锦天然气有限公司 | 100.00% | 化工产品生产销售 |
| 山西美锦氢能开发有限公司 | 100.00% | 化工产品生产销售 |
| 山西汾西太岳煤业股份有限公司 | 76.96% | 煤炭开采 |
| 山西美锦集团东于煤业有限公司 | 100.00% | 煤炭开采 |
| 山西美锦集团锦富煤业有限公司 | 100.00% | 煤炭开采 |
| 山西美锦集团锦辉煤业有限公司 | 100.00% | 煤炭开采 |
| 佛山市飞驰汽车科技有限公司 | 42.67% | 新能源汽车开发制造 |
| 山西美锦氢能科技有限公司 | 100.00% | 新能源汽车及设备生产 |
| 青岛美锦新能源汽车制造有限公司 | 97.13% | 新能源汽车及设备生产 |
| 佛山市飞驰新能源商用车有限公司 | 51.00% | 新能源汽车及设备生产 |
| 山西美锦新能源汽车制造有限公司 | 100.00% | 新能源汽车及设备生产 |
| 美锦（北京）氢能科技有限公司 | 100.00% | 新能源技术研发及推广 |
| 云浮锦鸿氢源科技有限公司 | 60.00% | 加氢站建设及运营 |
| 山西示范区美锦氢源科技发展有限公司 | 100.00% | 加气站建设及运营 |
| 山西美锦天然气有限公司 | 100.00% | 加气站建设及运营 |
| 美锦能源（浙江）有限公司 | 100.00% | 能源技术开发推广 |
| 山西中科美锦炭材料有限公司 | 98.49% | 新材料技术开发推广 |
| 山西上德水务有限公司 | 75.00% | 环保服务 |
| 珠海美锦嘉创投资有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 宁波梅山保税港区美锦美和投资管理有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 美锦嘉创（北京）资本管理有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 青岛美锦投资发展有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 北京美锦嘉创私募基金管理有限公司 | 60.00% | 投资管理 |
| 山西美锦科技有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 天津美锦国际贸易有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 大连美锦能源有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 山西美锦物资供应有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 美锦（天津）贸易发展有限公司 | 100.00% | 贸易 |

| | | |
|----------------|---------|------|
| 洛阳美锦豫江能源贸易有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 海南美锦华睿国际贸易有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 山西美锦华耀新能源有限公司 | 51.00% | 贸易 |
| 山西美锦国际贸易有限公司 | 100.00% | 贸易 |
| 北京美锦佳睿咨询服务有限公司 | 100.00% | 商务服务 |
| 美锦碳资产运营有限公司 | 80.00% | 商务服务 |
| 佛山市美锦投资发展有限公司 | 100.00% | 商务服务 |
| 佳富集团有限公司 | 100.00% | 投资管理 |
| 优丽贸易有限公司 | 100.00% | 投资管理 |

资料来源：公司 2022 年年度报告

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) /营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA /营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) /流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|------------|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| a | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| b | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| c | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|-----------|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |